

智租物联递表港交所 两轮换电赛道或迎“资本大考”

中经记者 夏治斌 石英婧 上海报道

在上海普陀区的一处智租换电点，这是每天都在上演的场景：外卖小哥熟练地扫码开箱，将亏电旧电池入仓、接好线路并关上仓门；随着换电柜自动弹出

满电新电池，他利落地取出并关好箱门。四个流程行云流水般走完，电动车便又“满血复活”，再次汇入城市的车流中。

上述高效便捷的换电日常，不仅是城市骑手争夺秒工作的坚实后盾，更是国内两

轮出行补能方式发生深刻变革的微观缩影。而依托海量骑手需求与全国化网点布局，打造这套换电服务的智租物联科技集团股份有限公司（以下简称“智租物联”）正式踏上资本化之路。

5月29日，智租物联向港交所递交上市申请。根据弗若斯特沙利文的资料，按2025年收入计，该公司是中国轻型电动车换电行业第四大换电解决方案提供商，市场份额为5.8%。光鲜的排名背后，招股书披

露的财务数据揭示了另一面：2025年营收7.39亿元，净利润却仅有816万元，净利率低至约1.1%。截至2025年年底，公司流动负债净额达到7.01亿元。在头部企业市场份额形成寡头格局的背景下，智租物联

择此时冲刺港股的背后考量有哪些？《中国经营报》记者联系智租换电相关负责人，其表示：“目前公司媒体负责人和老板都在国外，后续会跟（媒体负责人）先进行沟通。”但截至发稿，记者未收到回复。

行业盈利困局与资金饥渴

从财务数据看，智租物联的上市诉求显得颇为急迫。

智租物联成立于2018年，专注于为轻型电动车骑手提供安全、高效、便捷、绿色且智能的换电解决方案。截至2025年12月31日，智租物联已建立覆盖中国超过90座城市的换电网络（通过公司的自营站及业务合作伙伴），安装约2.24万个智能换电柜，并部署41.62万组电池。数据显示，自智租物联成立以来及截至2025年12月31日，该公司拥有约700万名注册用户，截至同日累计完成换电约6.5亿次，赋能骑手完成骑行里程逾221亿公里。

从股东结构来看，钱江摩托和蜂巢新能源作为智租物联战略股东，理论上可在产业链协同上提供助力。不过，对于上述两大股东的具体赋能方式，招股书中并未有更多的细节披露。

从财务数据看，智租物联的上市诉求显得颇为急迫。2023年至2025年，公司总收入分别为6.96亿元、7.35亿元及7.39亿元，营收增速明显趋缓，2025年营收同比增速不到0.6%。与此同时，智租物联的净利润从早年亏损扭转为816万元，虽已扭亏但盈利规模微薄。更值得关注的是，2023—2025年年末，公司流动负债净额依次为7.67亿元、7.83亿元、7.01亿元。

记者注意到，针对公司流动负债高企这一现状，智租物联也在招股书中解释道：“主要是由于对换电站相关资产或赎回负债（如适用）的资本开支需要投入大量前期资金。”

智租物联还提到：“尽管我们预期财务状况将随着业务持续增

长及经营表现改善而有所改善，但无法保证我们能够在不久的将来恢复至资产净值状况或根本无法恢复。倘我们无法改善资产净值状况，我们的业务、财务状况、经营业绩及前景可能会受到重大不利影响。”

“现阶段，对企业而言，首要课题是在合规合法的前提下活下来，然后才有资格去谈如何活得更好。”中关村新型电池技术创新联盟、电池百人会理事长于清教向记者分析道：“智租换电虽然历史上完成了十多次融资，但单笔金额普遍不大，整体资金实力相对有限。在当前高负债的经营压力下，当务之急不是追求盈利最大化，而是优先通过融资补充流动性，稳住基本盘。只有先解决生存问题，才能为后续的精细化运营和高质量发展赢得时间与空间。”

这也揭示了目前的行业困境。弗若斯特沙利文数据显示，按收入计，2025年中国轻型电动车换电市场前五大公司合计仅占60.5%的市场份额，行业集中度虽高但多数参与者盈利微薄。

行业扩容不及预期进一步掣肘企业盈利改善与营收提速。于清教分析道：“两轮换电市场近年来发展速度确实很快，但整体规模的增长并未达到我们最初的预期。从结构上看，目前增长最快、最确定的部分仍集中在B端，比如快递、外卖骑手和共享出行场景。而C端个人用户虽然拥有巨大的市场潜力，但当前渗透率依然偏低，市场尚未真正启动。综合来看，行业并未进入爆发期，而是仍

处在黎明前的整合阶段，距离全面放量还需要时间和条件。”

“未来除了B端骑手市场之外，



图为智租换电在上海普陀区的换电柜，柜身上贴有一些换电的优惠信息。

夏治斌/摄影

真正的增量空间在于海量的C端民用用户。目前C端市场尚未全面启动，主要面临三方面挑战：一是用户长期形成的家庭、小区等充电习惯难以快速改变；二是换电柜的覆盖密度和布局合理性仍需提升；三是资产利用率偏低，影响经济模型。”于清教称：“换电赛道企业不能只追求规模扩张，运营效率和成本管控同样是决定成败的关键。只有真正解决C端用户在实际使用中的痛点，才能撬动这一庞大的潜在市场。”

价格战与资产折旧双重困局

新国标落地与各地禁摩政策，也是换电企业头顶的达摩克利斯之剑。

智租物联的招股书还揭示了一个关键的矛盾，即公司用户规模在快速扩张的同时，单位经

间，ARPU有所下降，主要由于市场竞争加剧，符合行业趋势；我们对服务项目进行策略性调整及多元化以吸引新骑手。尽管于往绩记录期间ARPU呈下降趋势，但根据弗若斯特沙利文的资料，我们的ARPU仍保持在行业最高水平之列。”

面对行业白热化的竞争环境，智租物联有着自己的定价逻辑。智租物联表示，公司采用的是成本加成定价策略，参考市场价格，通过自营站点提供的换电解决方案定价。“定价时会考虑每个站点的多个因素，包括电池及换电柜成本、当地电价、每次使用的预计电力消耗、建设及运营成本、地点及我们的当地市场策略。在制定价格时，我们会进行全面市场研究，以了解站点所在城市的市场容量、政策环境、竞争格局及当地消费模式。此外，我们持续监测换电站的运营趋势，并根据多项因素（例如市场竞争、竞争对手的价格及每个特定区域的需求）动态调整收费。此策略性方法确保我们的定价具有竞争力，并准确反映运营成本。”

除价格外，另一个不容忽视的问题是资产质量。智租物联在招股书中坦承，公司2023年毛利率较低的原因之一是“从独立第三方购买的部分电池资产因质量问题而产生减值损失”。

新国标落地与各地禁摩政策，也是换电企业头顶的达摩克利斯之剑。智租物联表示：“我们的营运对中国的监管变

化高度敏感。中国政府已实施轻型电动车的‘新国标’，要求48V电池进行强制性3C认证。尽管我们自产的48V电池已取得该认证，但市场上许多用户目前使用的是60V或72V电池，这使得其车辆被严格归类为电动摩托车。目前，中国有超过300个城市禁止或限制摩托车，为电动摩托车用户（包括我们的外卖骑手）带来合规不确定性。由于轻型电动车安全事故频发，地方执法日益严格，上海、北京、深圳及广州等城市正严格过渡至新国标。严格、统一执行新国标或加大地方对高压轻型电动车的打击力度，可能会突然减少对我们大容量换电服务的需求，这将对我们的收入及资产使用率产生负面影响。”

此外，智租物联也提到：“我们投资并建立自营换电站点。倘我们无法管理该等资产并将其变现，或倘该等站点的表现未如预期，我们的业务及前景可能会受到重大不利影响。”

于清教表示：“（目前）智租物联换电虽然净利润绝对值不高，但至少已经成功扭亏为盈，这是从亏损走向健康运营的关键一步。盈利薄弱，价格战确实压制了收入增长的空间，导致规模难以有效转化为收入，但更核心的问题在于，重资产模式下的折旧与资产减值，从根本上压缩了利润的厚度。即便运营端现金流改善，利润表依然承受着巨大的固定成本压力。”

北航教授带队“赴港赶考” 踏歌智行三年累计亏损超8亿

十年创业拼成行业前三

中经记者 方超 石英婧 上海报道

内地企业赴港上市热潮延续，矿区无人驾驶企业踏歌智行科技股份有限公司（以下简称“踏歌智行”）也加入其中。

近日，踏歌智行向港交所主板提交上市申请书，华泰国际为其独家保荐人。与其他企业相比略微不同的是，由北京航空航天大学（以下简称“北航”）教授余贵珍创立的踏歌智行，其发展及上市颇受业内关注。据悉，踏歌智行募资主要用于推动研发工作、提升在中国及海外的商业化能力等。

《中国经营报》记者注意到，余贵珍带队冲击港股IPO的踏歌智行，当下也面临业绩亏损、大客户依赖及研发支出下滑等挑战。如在业绩方面，踏歌智行近三年累计亏损额为8.2亿元。

“我们业务的增长亦有赖于现有客户持续或扩大使用我们的解决方案。”踏歌智行坦言，若该公司未能挽留客户，或未能维持其对该公司解决方案的持续或扩大使用，抑或客户自身的业务表现下滑，“则我们的增长可能放缓甚至收缩，从而对我们的业务造成重大不利影响。”

高校教授带队创业、十年跻身行业前三，当下冲刺港股IPO的踏歌智行，成为业内焦点。

“踏歌智行的技术团队依托于北航，创始团队在海外时就希望通过人工智能、无人驾驶做些事情。”踏歌智行副总裁兼董事长助理赵斌曾如此对外介绍该公司的创业历史。

据悉，踏歌智行成立于2016年10月份，目前总部位于安徽省合肥市。与众多经历业务转向的企业类似，踏歌智行亦不例外，余贵珍曾介绍，踏歌智行业务“一开始落在物流园区的无人

大客户依赖症存忧

虽然位列行业前三，但踏歌智行的盈利情况却并不乐观。

相关数据显示，2023—2025年，踏歌智行的净亏损额分别为3.13亿元、3.45亿元和1.64亿元，也即其三年亏损总计超过8亿元，进一步梳理可发现，踏歌智行2025年亏损额缩减，或与其营收结构变化有关。

据悉，踏歌智行的业务主要分为三大部分，分别为“配备踏歌专用车辆的矿山无人驾驶运输解决方案”“用于第三方车辆的矿山无人驾驶运输解决方案”及“智能运营及其他服务”。

相关数据显示，2023年，踏歌智行第一大业务为智能运营

驾驶场景”。

“创业伊始的大半年时间里，踏歌智行都是和东风汽车的生产线物流园区合作，主要是提供车架、底盘等无人运输。”在一篇讲述余贵珍创业历程的报道中，如此描写。

而在一段时间探索后，余贵珍带领的踏歌智行主攻方向从“物流园区”转向了“露天矿区”，对此转变，余贵珍曾介绍：“园区内做无人运输可能没有痛点，既招得到人，也不会像矿区那样粉尘大。”而赵斌此前也表示：“封闭场景存在机会。”

及其他服务，收入为7704.4万元，占比为40.5%，而到2025年，配备踏歌专用车辆的矿山无人驾驶运输解决方案上升为踏歌智行第一大业务，收入为37623.9万元，占比为71.4%。

“我们的毛利率由2024年的45.5%变为2025年的4.8%，主要由于我们的收入组合优化，利润率较高的配备踏歌专用车辆的矿山无人驾驶运输解决方案收入在绝对金额及占总收入百分比方面均大幅增加。”踏歌智行表示。

除此之外，踏歌智行也存在大客户依赖症。相关数据显示，在2023—2025年，踏歌智行来自

业务方向转向“露天矿区”的踏歌智行，此后在国内业内创下多个第一。据灼识咨询资料，如2018年，踏歌智行改造了中国首台无人驾驶运输矿用宽体车及首台无人驾驶运输刚性矿卡，2020年部署了中国首个安全员下车的无人运输露天矿项目等。

在此情形下，踏歌智行在IPO前经历了多轮融资，最新一轮则在今年4月份，彼时，踏歌智行对外宣布完成D轮融资，该轮融资由江苏新能科创、皖通科技、浦耀信晖、同力重工、滨湖区产业集团等产业投资人及战略投资人参

与。记者注意到，踏歌智行并未披露具体融资金额。而在完成D轮融资后不久，踏歌智行就“火速”递表港交所，冲刺IPO。相关数据显示，2023—2025年，踏歌智行收入分别为1.90亿元、1.52亿元及5.27亿元，营收存在明显波动。

对于2024年收入同比下滑20.0%，踏歌智行解释称，主要由于该公司于2024年主动缩减较小规模的项目，“故来自用于第三方车辆的矿山无人驾驶运输解决方案产生的收入减少”。

对于2025年收入同比大

批跨界者，在此情形下，矿区无人驾驶赛道的竞争程度也日益激烈。令外界疑惑的是，在如此激烈的竞争环境下，踏歌智行的研发支出却逐年下滑，2023—2025年，踏歌智行研发开支分别为8060.4万元、7017.6万元、5779.9万元，逐年下滑。

对于2025年研发开支同比减少17.6%，踏歌智行解释称，主要由于逐渐转向商业化及效率提升，导致与车辆测试、调试及产品版本验证相关的投入减少，以及该公司技术架构及研发架构的优化，其认为，“提升了整体研发效率，并使我们得以精简若干初级

岗位，为向大模型应用转型做好准备。”

而赵斌此前对外表示：“你刻意去追求一个正的净利润，势必就是要压缩你的研发投入。从我们的角度上来讲，只要资本市场还能够支持，我们还是希望至少维持现在研发投入的一个强度，毕竟技术还在迭代。”

对于在D轮融资后迅速推进IPO进程原因、持续缩减研发投入是否会削弱长期核心竞争力等问题，记者此前多次拨打踏歌智行注册电话，无人接听，记者同时向该公司注册邮箱发送采访函，截至发稿，未获回复。

在2025年收入统计的中国矿山无人驾驶运输解决方案供应商排名中，踏歌智行排名第三，市场份额为13.3%，而第一名、第二名的市场份额分别为38.1%、21.0%，均较大幅度领先于踏歌智行。